

Dampak Set Peluang Investasi Terhadap *Cost Of Equity Capital* Pada Perusahaan Publik di Indonesia

Sri Hermuningsih

Fakultas Ekonomi, Universitas Sarjanawiyata Tamansiswa Yogyakarta

hermun_feust@yahoo.co.id

Abstract

The purpose of this study demonstrate the influence of Investment Opportunity Set to Cost Of Equity Capital companies listed on the Indonesia Stock Exchange. The population in this study are all companies listed on the Indonesia Stock Exchange in the period 2008 to 2010. Sample selection by using purposive sampling number of 107 companies. Hypothesis testing by Structural Equation Model (SEM) These findings showed that the Investment Opportunity Set have a significant negative impact on Cost Of Equity Capital

Keywords: *Set Peluang Investasi, Cost Of Equity Capital*

PENDAHULUAN

Myers (1977) memperkenalkan set peluang investasi (*investment opportunity set* = IOS) dalam kaitannya untuk mencapai tujuan perusahaan. Esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan (Chung & Charoenwong 1991). Menurut Gaver & Gaver (1993), pilihan-pilihan pertumbuhan (*growth options*) bagi suatu perusahaan merupakan sesuatu yang secara melekat bersifat tidak dapat diobservasi (*inherently unobservable*). Karena sifatnya yang tidak dapat diobservasi, IOS memerlukan sebuah proksi (Hartono 1999). Nilai IOS dapat dihitung dengan kombinasi berbagai jenis proksi yang mengimplikasikan nilai aktiva di tempat yaitu berupa nilai buku aktiva maupun ekuitas dan nilai kesempatan untuk bertumbuh bagi suatu perusahaan di masa depan.

Beberapa bentuk proksi IOS yang digunakan dalam beberapa penelitian yaitu antara lain: 1) Menggunakan sebuah rasio saja sebagai proksi IOS dalam model penelitiannya, misalnya BE/MVE (*book to market value ratio*) yaitu rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar ekuitas (Collins dan Kothari,1989), 2). Menggunakan metoda statistik analisis faktor untuk memperoleh skor factor sebagai indeks umum IOS (Gaver & Gaver 1993), serta menggunakan ranking skor factor tersebut untuk mengklasifikasikan perusahaan menjadi perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh (Gaver & Gaver 1993; Sami *et al.* 1999); dan 3).Melakukan analisis sensitivitas terhadap beberapa rasio individual sebagai alternatif proksi IOS dan kemudian membentuk variabel instrumental sebagai alternatif lain proksi IOS (Smith & Watts 1992; Hartono 1999). Beberapa bentuk proksi IOS telah terbukti memiliki hubungan dengan kebijakan

pendanaan dan kebijakan dividen.

Hasil penelitian Smith & Watts (1992) Beberapa bentuk proksi IOS telah terbukti memiliki hubungan dengan kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen. Hasil penelitian Smith & Watts (1992) dan Gaver & Gaver (1993) menunjukkan bahwa level IOS yang bervariasi antar perusahaan merupakan salah satu penentu perbedaan keputusan kebijakan pendanaan dan dividen antar perusahaan, yaitu perusahaan yang bertumbuh cenderung memiliki rasio hutang dalam struktur modal (*leverage*) dan pembagian dividen yang relatif lebih rendah dibandingkan perusahaan tidak bertumbuh.

Berbagai penelitian tentang IOS telah berhasil membuktikan bahwa IOS merupakan proksi realisasi pertumbuhan perusahaan dan berhubungan dengan berbagai variabel kebijaksanaan perusahaan, yaitu antara lain kebijakan pendanaan atau struktur utang, kebijakan dividen, kebijakan *leasing*, dan kebijakan kompensasi. Sami *et al.*(1999) menunjukkan bahwa teori IOS memiliki *explanatory power* yang lebih tinggi dalam hal kebijakan pendanaan dan kompensasi daripada aspek dividen. Pertanyaan yang ingin dijawab dalam penelitian ini adalah apakah nilai IOS sebagai proksi pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan dan korelasi yang tinggi dengan reaksi pasar yang direspon oleh para investor melalui perubahan return saham. Proksi IOS yang diuji nilai korelasinya dalam penelitian ini adalah proksi IOS model rasio, yaitu *market to book value ratio* yang telah ditemukan dalam penelitian sebelumnya sebagai variabel yang paling valid sebagai proksi pertumbuhan.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori sinyal menjelaskan bahwa perusahaan melaporkan secara sukarela kepada pasar modal agar investor mau menginvestasikan dananya Andayani (2002). Untuk mendapatkan dana dari para investor, pihak manajemen bersedia memberikan informasi keuangan secara sukarela. Hal tersebut merupakan sinyal yang diberikan dapat berupa pengungkapan (*disclosure*) informasi akuntansi, agar meresponnya sehingga meningkatkan nilai saham. Opsi investasi dimasa mendatang terkait dengan tingkat pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan diharapkan memberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya suatu kesempatan berinvestasi di masa mendatang. Smith dan Watts (1992) menyatakan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai macam kombinasi nilai IOS. Perusahaan yang tumbuh tidak selalu merupakan perusahaan kecil yang sedang aktif melakukan penelitian dan pengembangan. Perusahaan kecil sering menghadapi keterbatasan pilihan dalam menentukan dan menjalankan proyek baru atau ketika hendak merestrukturisasi asset yang ada. Perusahaan yang besar cenderung mendominasi pasar dalam industrinya (Mueller 1986, dalam gaver & Gaver (1993), sehingga seringkali perusahaan besar memiliki keunggulan kompetitif dalam mengeksplorasi kesempatan investasi yang muncul.

Beberapa studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi antara lain oleh Myers (1977) yang memperkenalkan *IOS*. *IOS* memberi

petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. Jadi prospek perusahaan dapat ditaksir dari *IO*). Menurut Gaver dan Gaver (1993), *IOS* merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, di mana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Dari pendapat ini sejalan dengan Smith dan watts (1992) bahwa komponen nilai perusahaan merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat investasi di masa yang akan datang merupakan *IOS*. Pada umumnya, manajer memiliki kemampuan untuk mengungkapkan informasi lebih banyak ketika perusahaan memiliki prospek pendapatan yang lebih baik atau peluang pertumbuhan.

Dalam kondisi ini, investor pada sisi lain, cenderung memiliki permintaan besar informasi tentang perusahaan untuk menilai nilai perusahaan, akibatnya biaya agensi meningkat (Myers 1977, dalam Cahan & Hossain 1996). Hal ini menjadi dasar dugaan bahwa tingkat *IOS* menjelaskan variasi kebijakan perusahaan, diantaranya kebijakan deviden perusahaan dan struktur modal. Mulyani, menemukan bahwa ada interaksi antara *IOS* dengan struktur kepemilikan yang mempengaruhi kebijakan struktur modal. Cahan dan Hossain (1996), menemukan asosiasi antara *IOS* dengan kebijakan *Disclosure*.

Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan tinggi dan *IOS* yang besar memungkinkan untuk melakukan pengungkapan yang tinggi. Perusahaan dengan tingkat

kesempatan pertumbuhan potensial yang tinggi memiliki kecenderungan untuk menghasilkan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang dan kapitalisasi pasar yang tinggi sehingga memungkinkan perusahaan untuk memiliki biaya modal yang rendah. Oleh sebab itu tingkat kesempatan pertumbuhan memiliki hubungan negatif terhadap *COEC*, maka semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, semakin rendah *COEC*.

Manajer mengurangi konflik yang terjadi antara *debtholder* dengan pemegang saham dengan memberikan *disclosure* mengenai prospek mendatang melalui media masa, pertemuan tahun, diskusi umum atau privat dengan analisis financial atau pada laporan tahun intern, karena laporan tahun diharapkan memiliki peran yang lebih penting sebagai alat komunikasi. Pada umumnya manajer-manajer cenderung mengungkapkan informasi yang lebih banyak dalam usahanya untuk menarik investor potensial. Masalah agensi yang berhubungan dengan pengeluaran sekuritas baru menyatakan bahwa kebutuhan untuk meningkatkan modal baru dapat memiliki dampak pada kepuasan untuk mengeluarkan informasi prospektif. Biaya agensi antara pemegang saham dan manajer meningkat dengan jumlah pemegang saham luar (Fama dan Jensen, 1983; Mc Kinnon dan Dlimunthe 1993), digunakan kepemilikan public dalam rangka mempertahankan hubungan positif antara *IOS* dan peluang-peluang pertumbuhan, sehingga memfasilitasi struktur yang dapat diinterpretasikan. Jika biaya agen minimal seperti pada korporasi tertutup, maka tidak mungkin untuk mendeteksi pengaruh-pengaruh

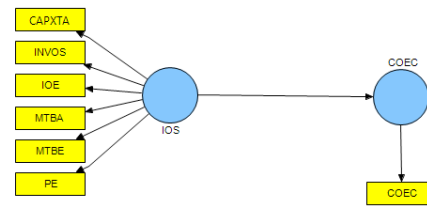
yang berhubungan dengan IOS. Manajer perusahaan berusaha meminimalkan biaya agen dengan mengungkapkan berbagai informasi mengenai perusahaan secara sukarela. Cahan dan Hosain (1995), untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dengan *debtholder* manajer melaporkan *disclosure* mengenai prospek mendatang perusahaan tersebut.

Amurwani (2006), menunjukkan bahwa pengungkapan sukarela perusahaan, informasi asimetri dan beta berpengaruh terhadap biaya modal ekuitas. Lebih khusus lagi, hasil menunjukkan bahwa ukuran perusahaan secara signifikan memoderasi hubungan antara informasi asimetri dan biaya modal ekuitas, tetapi ukuran tidak signifikan memoderasi hubungan antara tingkat pengungkapan sukarela perusahaan dan biaya modal ekuitas.

Peavy and Goodman (1985), menemukan *Price Earning ratio* (P/E rasio) mempunyai hubungan terbalik dengan *cost of equity capital*, artinya P/E meningkat akan menurunkan *cost of equity capital*. Fama dan French (1992), menemukan *Market-to-book equity*, mempunyai hubungan negatif dengan *cost of equity capital*. Firer (1993), Chowdhry and Titman (2001) menemukan P/E rasio meningkat akan menurunkan *cost of equity capital*.

Easton (2003), rasio *Price Earning Growth* dengan P/E rasio memiliki korelasi negatif dengan *cost of equity*. Kim *et al.*, (2004), menyatakan *earning per share* yang tinggi mengurangi *cost of equity capital*.

Model Penelitian



METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2008-2010. Sedangkan pemilihan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Pada penelitian ini diperoleh sampel sejumlah 107 perusahaan.

Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel

Set peluang investasi

Proksi yang digunakan dalam penelitian ini adalah

1. Rasio nilai pasar aktiva terhadap nilai bukunya/ *Market to Books Total Assets* (MTBA) = [nilai buku hutang + (lembar saham yang beredar x harga saham)] / Total aktiva
2. Rasio nilai pasar ekuitas terhadap nilai bukunya/ *Market to Books Total Equity* (MTBE) = (jumlah lembar saham yang beredar x harga saham) / Total ekuitas
3. Rasio harga saham terhadap laba per lembar saham/ *Price Earning Ratio* (PE) = harga saham / laba per lembar saham.
4. Rasio investasi terhadap penjualan/ *Investment to Sales* (INVOS) = Total aktiva tetap berujud/penjualan bersih.

5. Rasio investasi terhadap laba/ *Investment to Earning* (IOE) = Total aktiva tetap berujud/laba bersih
6. Rasio pengeluaran modal terhadap nilai buku total aktiva/ *Investment to Total Assets* (CAPXTA) = perubahan aktiva tetap / total nilai buku aktiva

Cost of Equity Capital

Cost of Equity Capital merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memperoleh dana dengan menjual saham biasa atau menggunakan laba yang ditahan untuk investasi. Dalam penelitian ini perhitungan *Cost of Equity Capital* setiap perusahaan sampel dengan menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dengan rumus :

$$COEC = R_f + \beta (R_m - R_f) \dots\dots(3.2)$$

Keterangan :

COEC = estimasi *Cost of Equity Capital*,

R_f = *Risk Free Rate* (R_f), merupakan tingkat *return* yang diperoleh dari investasi pada aktiva bebas risiko (*riskless asset*). Di Indonesia yang dijadikan dasar untuk menghitung R_f adalah tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI).

R_m = *Market return* yang akan diperoleh investor dari investasi pada saham-saham yang tercermin dari perubahan indeks harga untuk periode tertentu. Indeks harga yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah Indeks Harga Saham LQ45

β = beta pasar, risiko yang berkaitan dengan keadaan pasar

Beta saham dihitung dengan rumus *Single Index Model* dengan menggunakan SPSS 17,0: Metode Scholes-William. Persamaan regresi yang digunakan untuk memperoleh koefisien regresi *return* saham terhadap return pasar adalah sebagai berikut (Yogiyanto, 2006):

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t}) + \varepsilon$$

dimana,

$R_{i,t}$ = *return* saham i pada hari t

α_i = nilai ekseptasi dari return sekuritas yang independent terhadap return pasar

β_i = merupakan koefisien yang mengukur R_i akibat perubahan R_m

$R_{m,t}$ = tingkat *return* dari indeks pasar juga merupakan suatu variabel acak

ε_i = kesalahan residu yang merupakan variabel acak dengan nilai ekseptasinya sama dengan nol atau $E(\varepsilon_i) = 0$ Koreksi beta saham

Teknik Analisis

Pengujian hipotesis penelitian ini menggunakan pilihan taraf alpha 5%, dengan menggunakan program *SmartPLS* Adapun Persamaan Struktural, sebagai berikut:

$$COEC = \beta_{1,1} \cdot IOS + \beta_{1,2} \cdot FL + \varepsilon$$

Keterangan :

COEC = *Cost Of Equity Capital*

IOS = *Investment Opportunity Set*

FL = *Financial Leverage*

ε = Residual atas *Cost Of Equity Capital*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Keputusan Investasi adalah keputusan perusahaan mengenai penentuan kombinasi

aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang Untuk mengetahui apakah indikator tersebut dapat digunakan sebagai indikator keputusan investasi, dapat diamati dari nilai *loading factor* atau koefisien lamda (λ) yang dapat dilihat pada Tabel 1. Nilai loading faktor indikator keputusan investasi menunjukkan nilai diatas nilai kritis sebesar 0,30 (Bachrudin dan Tobing, 2003) dengan demikian semua indikator bermakna sebagai indikator yang membentuk variable keputusan investasi.

Secara berurutan nilai *loading factor* menunjukkan bahwa MTBE memiliki *loading factor* 0.796, MTBA memiliki *loading factor* 0.656 INVOS memiliki *loading factor* 0.641. PE memiliki *loading factor* 0.622. MTBE merupakan indikator yang paling kuat dalam menjelaskan variabel keputusan investasi karena memiliki *loading faktor* 0.793168. Nilai *loading factor* yang melebihi dari 0,50 dikatakan sangat bermakna pada pembentukan suatu variabel laten. Artinya, keputusan investasi mempunyai dampak yang paling kuat pada keempat indikator keputusan investasi tersebut.

Urutan kedua, MTBA memiliki *loading factor* 0.656 dapat menjelaskan variabel laten keputusan investasi. Urutan ketiga INVOS memiliki *loading factor* 0.641. Urutan keempat PE memiliki *loading factor* 0,622 Apabila dilihat dari R² sebesar 0.91349 yang dihasilkan melalui persamaan struktural yang dihasilkan SmartPLS, maka variabel laten keputusan investasi mampu menerangkan indikator dengan persentase terbesar secara berurutan.

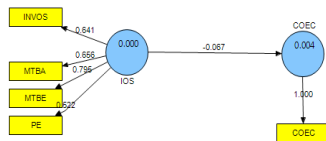
Tabel 1: Loading Factor Nilai Keputusan Investasi

Indikator variabel	Loading factor	t - Value	t-tabel	Keterangan
INVOS	0.641	5.778140	1,653	Signifikan
MTBA	0.656	2.850637	1,653	Signifikan
MTBE	0.796	7.190387	1,653	Signifikan
PE	0.622	3.655543	1,653	Signifikan

Keputusan investasi yang dilakukan perusahaan dilihat dari indikator-indikator yang dianggap penting dalam pengambilan keputusan perusahaan adalah indikator yang mencerminkan kesempatan investasi di masa yang akan datang (*investment opportunity*). Dalam penelitian ini keputusan investasi dibentuk melalui indikator kesempatan investasi di masa yang akan datang. Indikator kesempatan investasi di masa yang akan datang ada tiga, yaitu INVOS, MTBA, MTBE dan PE. Keempat indikator tersebut sangat signifikan dalam menjelaskan keputusan Investasi.

COEC sebagai dampak dari keputusan investasi yang dilakukan perusahaan diukur melalui empat indikator, yaitu INVOS, INVOS, MTBA, MTBE dan PE. Pengujian terhadap model struktural dievaluasi dengan menggunakan nilai *R-square* untuk konstruk dependen yang merupakan *goodness-fit* model dengan hasil analisis data yang diperoleh dari *calculated model*. *R-square* menunjukkan seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pengaruh Set Peluang Investasi (INVOS, PE, IOE) terhadap COEC memberikan nilai R square sebesar 0.091459, yang dapat diinterpretasikan bahwa variabilitas konstruk COEC yang dapat dijelaskan oleh variabilitas konstruk IOS (MTBA, MTBE, INVOS, PE) adalah

9,1459 % sedangkan 91,359 % dijelaskan oleh variabel lain diluar yang diteliti. Hasil R² sebesar 9,1459 % mengindikasikan bahwa model memiliki *goodness of it* “Lemah”. Berikut ringkasan hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini disajikan pada Tabel 2 sebagai berikut:



Tabel 2

Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis Penelitian	T-Stat /T-Tabel	Hasil Pengujian Hipotesis
Set Peluang Investasi berpengaruh negatif terhadap <i>Cost of Equity Capital</i>		
MTBA	Nilai Koefisien sebesar 0.811610 T statistik 5.187889 > T Tabel 1,653	Terbukti
MTBE	Nilai Koefisien sebesar 0.763448 T statistik 5.420316 > T Tabel 1,653	Terbukti
INVOS	Nilai Koefisien sebesar 0.696586 T statistik 3.277196 > T Tabel 1,653	Terbukti
PE	Nilai Koefisien sebesar 0.696586 T statistik 3.655543 > T Tabel 1,653	Terbukti

Berdasarkan hasil pengujian secara empiris hipotesis dapat diketahui melalui

persamaan Struktural 4.1 yang merupakan hasil analisis data dengan menggunakan *Software SmartPls* Versi 2.0 sebagai berikut :

Persamaan Pengaruh Set Peluang Investasi terhadap *Cost of Equity Capital* sebagai berikut :

$$COEC = -0,283 IOS$$

Berdasarkan pada persamaan struktural diatas, dapat diketahui bahwa pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *Cost of Equity Capital* ditunjukkan dengan nilai koefisien **-0,283**, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis bahwa *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif terhadap *Cost of Equity Capital*

SIMPULAN

Set Peluang Investasi (INVOS, PE dan IOE) berpengaruh negative terhadap terhadap COEC sebesar 9,1459%, sisanya dipengaruhi oleh faktor lain seperti keputusan pendanaan, kebijakan dividen, faktor eksternal perusahaan seperti: tingkat inflasi, kurs mata uang, pertumbuhan ekonomi, politik, dan *psychology* pasar. Hasil R² sebesar 9,1459 % mengindikasikan bahwa model memiliki *goodness of it* “Lemah”.

Berdasarkan analisis jalur diketahui bahwa variabel *Peluang Kesempatan Investasi* berpengaruh negatif terhadap *Cost of Equity Capital* nilainya sebesar **-0,283**. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis terbukti

Daftar Pustaka

Aida Ainul Mardiyah.2004, Pengaruh Pengungkapan Sukarela dan Likuiditas Pasar Terhadap Hubungan antara Informasi Asimetrik dan Cost of Equity Capital, *Disertasi*

- Akhtaruddin, M. & Hossian, M. 2008, Investment Opportunity Set, Ownership Control and Voluntary Disclosures in Malaysia, *JOAAG, Vol. 3. No. 2*
- Aniek Amurwani. 2006, Pengaruh Luas Pengungkapan Sukarela Dan Asimetri Informasi Terhadap *Cost Of Equity Capital*. *Skripsi*.
- Bloomfield, R. J., & Wilks, T. J. (2000), Disclosure Effects in the Laboratory : Liquidity, Depth and the Cost of capital, *The Accounting Review, vol. 75 (1)*, hal. 13-41.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, 2001. Manajemen Keuangan, Edisi 8, Erlangga, Jakarta.
- Easton, P. 2004. PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital, 79 *The Accounting Review* 79 73–95.
- Gaver J. Jennifer., dan Keneth M. Gaver. 1993, Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividen, and Compensation Policies, *Financial Management*, 24:19-32.
- Hanafi, M., Mamduh 2004. "Manajemen Keuangan", BPFE, Yogyakarta
- Hartono M, Jogiyanto. 2000. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. *Edisi Keenam. Yogyakarta: BPFE*
- Imam Subekti dan Indra W. Kusuma, 2000, *Assosiasi Antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, Serta Implikasinya Pada Perubahan Harga Saham*, SNA IV, IAI, hal. 820-845
- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Tombley, 1999, The Association Between Investment Opportunity Set Proxy and Realized Growth, *Journal of usinss Accounting* 26, April/May, 505519.
- Mahmud Hossain, Kamran Ahmed, Jayne M. Godfrey, 2005, Investment Opportunity Set and Voluntary Disclosure of Prospective Information: A Simultaneous Equations Approach, *Journal of Business Finance & Accounting, Volume 32, Issue 5-6*, pages 871–907
- [Mahmud Hossain](#), [Steven F. Cahan](#), [Michael B. Adams](#), 2000, The Investment Opportunity Set and the Voluntary Use of Outside Directors: New Zealand Evidence , *Accounting and Business Research, Vol. 30, No. 4, Pp. 263-273*,
- [Steven F. Cahan](#) and [Mahmud Hossain](#), 1995 The investment opportunity set and disclosure policy choice: Some Malaysian evidence, [Asia Pacific Journal of Management Volume 13, Number 1](#), 65-85, DOI: 10.1007/BF01739682
- Smith, C. W. Jr., Watts, R. L., 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32, 263- 292